

La economía política de *swaps* de monedas: derivaciones para la periferia global

The Political Economy of Currency Swaps: Drives for the Global Periphery

José Fernández Alonso ¹

Resumen

El estallido de la crisis financiera en Estados Unidos en 2007-2008 y su expansión acelerada alrededor del globo incitaron un sinnúmero de cambios político-económicos internacionales, muy particularmente en lo atinente a sus dimensiones monetarias y financieras. La emergencia del complejo de acuerdos de intercambio de divisas –swaps, conforme su voz inglesa- entre las autoridades político-monetarias de un colectivo heterogéneo de economías constituye, sin dudas, una de las expresiones más acabadas de dichos cambios. La República Argentina no quedó ajena a estas nuevas tendencias de la diplomacia financiera y monetaria contemporánea, al firmar sendos acuerdos con Brasil y China, en lo principal. El propósito del presente artículo es el de indagar los fundamentos y alcances del complejo emergente de acuerdos de intercambios de divisas. Concretamente, el artículo se propone escrutar, a la luz de la experiencia argentina reciente, si los acuerdos mentados constituyen la base de una reforma sustantiva de los sistemas monetarios y financieros o, por el contrario, se inscriben cual respuestas marginales a los desafíos institucionales del contexto.

Palabras claves: Acuerdos Bilaterales de Intercambio de Monedas, diplomacia monetaria y financiera, Estados Unidos, República Popular China, República Argentina

Abstract

The outbreak of the United States' financial crisis in 2007/2008 and its rapid expansion around the globe incited several political and economic changes, most particularly in the monetary and financial dimensions. The emergence

¹ Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, Universidad Nacional de Rosario

of a swap agreement complex between monetary authorities of a heterogeneous group of economies became one of the most complete expressions of those changes. Argentina Republic was not immune to these new trends in the contemporary financial and monetary diplomacy by signing agreements with Brazil and China, in particular. The aim of this article is to investigate the rationale and scope of the emerging complex of bilateral currency agreements. Specifically, the article intends to scrutinize, in the light of the recent Argentina experience, if these agreements form the basis of a substantive reform in the monetary and financial systems or, conversely, they are marginal responses to institutional challenges of present days.

Keywords: Swaps, Financial and Monetary Diplomacy, United States, People's Republic of China, Argentina Republic

Introducción

El estallido de la crisis financiera en Estados Unidos (EU) en el promediar de la primera década del siglo XXI y su expansión acelerada a escala mundial pusieron en evidencia las debilidades de las instituciones internacionales imperantes para ordenar las estructuras y dinámicas político-económicas en el apogeo de la globalización financiera. Suscitada preliminarmente por las fallas regulatorias de los mercados crediticios norteamericanos -los hipotecarios, en lo esencial²-, la crisis terminó por conmover pronto, mediante mecanismos y canales diferenciados, los fundamentos económicos en casi todas las latitudes del planeta. Frente a los desafíos explicitados en tal contexto, se ensayaron profusas respuestas institucionales, las cuales atravesaron a todas las dimensiones de la economía internacional, muy particularmente a las monetarias y financieras.

² Lejos en propósito y posibilidades de hacer un recorrido crítico exhaustivo de la producción científico-académica dedicada al análisis de las causas de la crisis norteamericana y su expansión posterior, se limitan estas líneas a destacar los trabajos de Steimberg [2008], Ocampo [2009], Tamames [2009] y Rodríguez Ortiz [2012].

Una de las expresiones más significativas de esas modificaciones precipitadas por la crisis remitió al surgimiento de un complejo de acuerdos bilaterales de intercambio de monedas,³ el cual fue concebido como el ejemplo más significativo de cooperación entre bancos centrales de la historia [Obstfeld *et al.*, 2008:483].⁴ Orientados a proveer liquidez entre las (contra)partes firmantes en contextos de incertidumbre y fortalecer consiguientemente las capacidades respectivas para enfrentar crisis de balanza de pagos, cambiarias y/o de deuda soberana [Antoniades, 2015:18], estos acuerdos supusieron –suponen, al constituir un proceso extendido hasta los días presentes- un avance del bilateralismo en la diplomacia monetaria y financiera internacional en detrimento del multilateralismo consagrado en las instituciones instauradas en las postrimerías de la Segunda Guerra Mundial (2GM): el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), en especial.⁵

Habida cuenta del carácter dinámico que signa al colectivo de estos instrumentos, existen diferencias entre instituciones, académicos y prensa especializada en lo que respecta a su número y magnitud. En nada facilita la ponderación del fenómeno de marras la naturaleza preeminentemente reservada de estos convenios. No obstante, estas contrariedades, se comenta a título general que, desde la eclosión de la crisis en 2007/2008 hasta mediados de 2020, se suscribieron más de 160 acuerdos de este tipo [Euguren

³ *Bilateral agreement swaps (BSA)* o, simplemente *swaps*, según su denominación genérica en lengua inglesa. Estas denominaciones serán indistintamente adoptadas en el despliegue del trabajo.

⁴ Apreciaciones semejantes pueden encontrarse en Papadia [2013], quien entiende que la red de *swaps* implicó un salto cualitativo en la cooperación de los bancos centrales.

⁵ Las referencias a la diplomacia financiera y monetaria realizadas en este artículo descansan en las teorizaciones de Nicholas Bayne [2008]. Para el mencionado autor, el concepto bajo consideración remite a un área o dimensión específica de la política económica exterior por la cual los Estados canalizan sus relaciones financieras y monetarias externas.

Martin, 2020],⁶ involucrando a más 50 economías y totalizando un monto acumulado superior a 3,6 billones de dólares (bdd)⁷ [Mühlich *et al.*, 2020]⁸. A semejanza de buena parte de los procesos y fenómenos de la arena internacional, el estallido de la pandemia del COVID-19 en los primeros meses de 2020 reforzó las tendencias preexistentes en la materia, extendiendo y profundizando la firma de acuerdos bilaterales de divisas en tanto herramientas para enfrentar la incertidumbre y la volatilidad de los mercados [Posen, 2020; Wiggins, 2020].

En consideración de lo recién expuesto, el trabajo parte de la premisa de que este universo expansivo de *swaps* resulta un reflejo -y refuerzo, a su vez- de una realidad político-económica internacional en una crisis de transición, signada por la declinación generalizada de la hegemonía de EU, aunque persistente en lo que respecta a los asuntos monetarios y financieros, y la gravitación creciente de potencias otrora marginales -o marginadas, conforme la lectura de las Relaciones Internacionales (RRII) que se adopte-, en vastas dimensiones de la arena política y económica internacional, aunque sin llegar a subvertir el predominio del dólar estadounidense y de las plazas financieras preponderantes. Desde luego, la (re)emergencia de la República Popular China (RPCh)

⁶ Cabe aclarar que esta cifra total, incluye tanto a los acuerdos originales como a sus renovaciones.

⁷ A los efectos de despejar los problemas suscitados por el uso diferenciado de los “números múltiples de millón” entre diversos idiomas, se aclara en estas líneas que este artículo prosigue los lineamientos realizados por la Real Academia Española (RAE) sobre el particular. En tal sentido, se utiliza el término “billón” para dar cuenta de cifras que impliquen “un millón de millones”, es decir, 10.¹² Dicha cifra, conviene agregar, es traducida en inglés como “trillón”.

⁸ Resulta pertinente marcar que algunas estimaciones presentan cifras diferentes. Si bien estas diferencias derivan en buena parte del carácter preeminente reservado de estos acuerdos, es dable señalar que algunas de ellas se explican por criterios de orden metodológico. Okamoto [2020], por ejemplo, estima que el total acumulado de *swaps* alcanza a los 7,3 billones de dólares al computar los montos comprometidos por todas las partes firmantes de los acuerdos y no solamente por aquellos que ofician cual ejes de liquidez de la red.

como protagonista decisivo de tal escenario global en transición se impone la expresión más acabada de este proceso.

En este contexto, resulta pertinente señalar que si bien los primeros acuerdos de intercambio de divisas tras la crisis financiera de 2007/2008 tuvieron a la Reserva Federal (Fed) de EU, como su promotor principal, la proliferación de iniciativas semejantes por parte del Banco Popular de China (BPCh) y de otras autoridades monetarias alrededor del mundo pusieron en evidencia el transitar hacia una arena monetaria y financiera internacional cada vez más compleja en la que concurren irremisiblemente fenómenos y procesos de disputa y cooperación.

La República Argentina, bien vale agregar, no quedó ajena a esta tendencia de orden sistémico. A tales efectos, debe evocarse que, desde la eclosión de la mencionada burbuja crediticia de EU, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) suscribió *swaps* con sus pares de Brasil y la RPCh. Estos últimos, conviene agregar, cobraron significativa importancia en el derrotero político-económico postrero del país al habilitar al BCRA de recursos capitales para la administración de las políticas monetarias y financieras nacionales en una espiral irresuelta de agudización del estadio de restricción externa. Tal situación quedó recientemente explicitada en la suscripción del último acuerdo (agosto de 2020), atravesada por el proceso de reestructuración integral de la deuda soberana argentina y el agravamiento de las derivaciones de la pandemia del COVID-19.

El propósito del presente artículo es indagar los alcances de la reforma sobre los sistemas monetario y financiero internacionales derivadas de la emergencia del complejo de acuerdos de intercambios de divisas. En términos específicos, el artículo se preocupa por escrutar las derivaciones de esta red de instrumentos sobre las condiciones de inserción económica internacional de los países de la periferia global, y de la República Argentina, en particular. En el desarrollo de tales objetivos, el artículo busca

echar luz sobre una serie de interrogantes, a saber: ¿Qué tipo de reforma sobre los sistemas monetarios y financieros internacionales trae aparejada la emergencia de la consabida trama de *swaps*? ¿Implican estos instrumentos la instauración de nuevas figuras de prestamistas de última instancia, y la reedición consecuente del problema del riesgo moral? ¿Qué incentivos y reticencias sopesan las autoridades monetarias y los decisores político-económicos últimos de los estados, por extensión, al momento de impulsar los acuerdos bilaterales de intercambio de monedas? ¿Por qué prefieren avanzar en la negociación e implementación de estos acuerdos en lugar de recurrir a las instituciones multilaterales ya establecidas? ¿Constituye la red emergente de *swaps* una ventana de oportunidad para los países de la periferia global al permitirles agenciar mayores márgenes de autonomía o se trata, por lo contrario, de una continuación de las restricciones y condicionamientos hacia los mismos bajo otros arreglos institucionales-normativos?

En el abordaje de los objetivos e interrogantes recién enunciados, el trabajo se asiste de contribuciones teórico-conceptuales acuñadas en marco del institucionalismo liberal de las Relaciones Internacionales (RRII) y de la Economía Política Internacional (EPI). Se entiende que estos aportes resultan oportunos para abordar el problema de investigación propuesto, ya que proveen marcos multidimensionales y comprensivos.

El ejercicio analítico desplegado en esta comunicación resulta de un proceso de investigación basado en un diseño de triangulación metodológica, al combinar técnicas de recolección y análisis de datos inherentes tanto al enfoque cualitativo como al cuantitativo. El universo de los casos aquí analizados se vale principalmente de las bases de datos construidas y publicadas a instancias del monitor de acuerdos bilaterales de bancos centrales del *Council on Foreign Relations* [CFR, 2019] y el de la red global de seguridad financiera [GFSNT, 2020] desarrollado por la Universidad de Boston, la

Universidad Libre de Berlín y la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (*UNCTAD*).

El artículo se desarrolla en cuatro apartados y reflexiones finales. El primero está dedicado a ampliar el andamiaje teórico-conceptual. En el segundo propone un recorrido histórico por los antecedentes históricos de estos instrumentos de cooperación monetaria. El tercer, avanza sobre los principales aspectos de los acuerdos constitutivos de la red emergente tras la crisis de 2007/2008. Después se realizan una serie de consideraciones respecto al modo en el que Argentina se insertó en el complejo de acuerdos *swaps*. Por último, reflexiones conclusivas.

1. Red de acuerdos internacionales de intercambio de divisas: aspectos teórico-conceptual del institucionalismo liberal

Tal como se adelantó, el trabajo recurre a los aportes del institucionalismo liberal de las RRII y la EPI para abordar el alcance de las reformas sobre los sistemas monetarios y financieros internacionales producidas por la red de *swaps* construida tras la crisis global de 2007/2008. Lejanos tanto en objetivos como en posibilidades de realizar en este trabajo un recorrido detallado sobre la propuesta teórica referida, se limitan estas líneas a señalar que la misma identifica a los actores internacionales (estados, fundamentalmente) como egoístas racionales orientados a la maximización de intereses domésticamente definidos. Esto es, intereses que no responden a las características invariantes de la estructura internacional anárquica –a la “tercera imagen”, en términos neorrealistas de Waltz-, sino que son definidos conforme la configuración de los complejos políticos (*policy networks*) domésticos en determinada área y momento histórico particular [Rittberger, 2004:19]. A diferencia también del neorrealismo, con quien comparte la matriz racionalista y la identificación consecuente del Estado con la noción del *homo oeconomicus*, el

programa de investigación del institucionalismo liberal concibe que los actores se mueven preeminentemente en busca de ganancias (materiales y/o simbólicas) absolutas [Milner, 2009]. Precisamente, es esta noción de ganancias conjuntas la que habilita la cooperación -la instauración de instituciones, como corolario de ella- entre los actores en el escenario internacional.

En lo que respecta al objeto de investigación del presente trabajo, se indica que el entramado de *swaps* labrado tras la crisis de 2007/2008 se gestó como consecuencia de la advertencia por parte de diferentes actores -autoridades monetarias, en especial- de llevar adelante iniciativas conjuntas para sortear las externalidades negativas acarreadas por la crisis. En conformidad con los razonamientos de Liao y McDowell [2014: 6], se remarca que “a diferencia de otros acuerdos económicos bilaterales -los acuerdos preferenciales de comercio (APC), entre ellos-, los *swaps* no generan *prima facie* perdedores en los respectivos ámbitos domésticos. Cuando dos países firman un APC, los intereses de los actores orientados a la exportación se superponen a aquellos otros vinculados a los sectores competidores de bienes y servicios importados”.⁹ Términos semejantes pueden señalarse en relación con el plano internacional. La negociación y firma de un acuerdo bilateral de intercambio de monedas no se hacen a expensas de otras.

Ahora bien, el reconocer a las ganancias absolutas como elemento catalizador de la cooperación monetaria a escala internacional no implica desconocer las asimetrías subyacentes entre los actores participantes. Del mismo modo, la ponderación de tales ganancias absolutas no significa entender que los frutos de la cooperación se repartirán equitativamente una vez iniciada la interacción cooperativa. Estas últimas observaciones resultan vitales para el abordaje de la problemática bajo análisis puesto que, si bien los

⁹ Traducción propia.

swaps se presentan en términos ideales como instrumentos simétricos, lo cierto es que en la práctica implican una relación crediticia tradicional, en la cual confluyen actores con excedente de capital y otros con necesidades crediticias [Gros y Capolongo, 2020]. En este mismo orden y dirección, se indica que los acuerdos temporales de cambio recíproco ponen en evidencia la consumación de una doble coincidencia entre “a) Un agente económico, gobierno o empresa, con fondos en exceso y disposición para acordar su intercambio por fondos expresados en otra divisa, a tasa de cambio y durante un período por acordar; y b) otro agente económico, gobierno o empresa, con necesidades de financiamiento en moneda extranjera y dispuesto a ofrecer fondos en moneda local para su intercambio por divisas. (...) De esta manera, no se utiliza intermediario financiero, lo que facilita su operatividad y reduce los costos de la transacción realizada en divisas” (Hurtado Briceño y Zerpa de Hurtado [2020: 85]).

Llegado este punto, conviene realizar un par de consideraciones respecto a las diferentes instancias o etapas que constituyen la operatoria de estos instrumentos. A tales efectos, se advierte que una vez finalizada la negociación y la entrada en vigor, los acuerdos de intercambio de divisas se hallan en condiciones de ser activados por alguna(s) de la(s) parte(s) en conformidad con los tiempos y montos allí dispuestos. Tal como explica Edwards [1985], cuando un *swap* se activa, las partes intervinientes en el convenio intercambian sus respectivas monedas, o bien la moneda de una de las partes por una divisa constitutiva de las reservas de la otra (dólar estadounidense, por antonomasia). Durante el período en que el acuerdo se encuentra activo, la parte que solicitó su instrumentación debe pagar a la otra una tasa de interés determinada. De modo general, se trata de una tasa de referencia internacional.¹⁰ Una vez cumplidos los plazos dispuestos en el

¹⁰ A modo ilustrativo, se advierte que la línea de *swap* entre la FED y el Banco Central Europeo (BCE) vigente en 2020 establecía el *overnight index swap (OIS)* como tasa de referencia, a la cual se agregaba un extra de 25 puntos básicos [Gros y Capolongo, 2020].

convenio, el *swap* se revierte. En esta última etapa, las autoridades monetarias restituyen la misma cantidad de monedas al tipo de cambio de la transacción inicial. En continuidad con la línea argumental recién enunciada, resulta pertinente agregar que “durante el plazo de duración del *swap*, el banco central que actúa como acreedor mantiene las divisas recién adquiridas mientras que el banco central que activó el crédito utiliza los fondos recién adquiridos para satisfacer sus necesidades financieras. Por lo tanto, aunque mecánicamente son un poco más complicados, los *swaps* de divisas funcionan como préstamos garantizados”¹¹ [McDowell, 2019:124].

Conforme se dijo, el complejo de acuerdos de intercambio de divisas contemporáneo surgió como una respuesta de la diplomacia monetaria y financiera a las contrariedades las instituciones internacionales históricas para proveer orden a la realidad político-económica global tras el estallido de la crisis en 2007/2008. Esta referencia a la noción de diplomacia monetaria y financiera se corresponde con lo expuesto en Fernández Alonso [2018:51], al advertir que la negociación e implementación de los *swaps* resultaron de un “conjunto de acciones y/o discursos proyectados por los decisores nacionales en vistas a captar y/o suministrar recursos e instrumentos financieros del ámbito internacional”.

La gestación de estas innovaciones institucionales en el cénit de la crisis no devino casual. Según Bayne [2008], la diplomacia económica -la vinculada a las áreas monetarias y financieras, en particular- tiende a desplegar su mayor dinamismo y capacidad creativa en coyunturas críticas. Siguiendo con las formulaciones del precitado autor sobre el particular, puede señalarse que los tratos y ejecución de los *swaps* se inscriben en intrincados procesos en el que concurren intereses y maniobras de una pluralidad de referentes y agencias político-burocráticas al interior de cada uno

¹¹ Traducción propia.

de los Estados u unidades político-económicas participantes: bancos centrales, ministerios de Economía y/o Finanzas y de Relaciones Exteriores, mandatarios, cuerpos legislativos, entre otros [Bayne, 2008].

De acuerdo con Bayne y Woolcock [2011], todas las iniciativas de la diplomacia económica contemporánea -los acuerdos de intercambio de divisas, como expresión cabal de ellas- procuran responder a tres tensiones fundamentales. En primer término, buscan resolver la tensión entre la economía y la política, llevando adelante esfuerzos para subvertir los obstáculos políticos a la cooperación económica internacional. En segundo lugar, las empresas inherentes a la diplomacia económica contemporánea procuran sortear las eventuales pugnas entre las demandas de orden domésticas e internacionales, consensuando para ello posiciones en el foro nacional para poder desplegarlas luego en las instancias negociadoras externas. Finalmente, las manifestaciones propias de las diplomacias económicas proyectan conciliar las tensiones entre el gobierno y otras fuerzas, preocupándose por atender y/o asimilar las demandas de diferentes sectores y actores en tanto pilares de las relaciones económicas nacionales e internacionales.

Tales tensiones son ciertamente atendidas en la negociación e instrumentación de los *swaps*. Según exponen McCauley y Schenk [2020:17], “los acuerdos de intercambio de monedas tienen cuatro objetivos alternativos. Primero, pueden proveer de activos necesarios para la intervención de un banco central en el mercado de divisas o redistribuir el riesgo cambiario después de dicha intervención. En segundo lugar, pueden proporcionar recursos requeridos para líneas de crédito en moneda extranjera (denominadas como líneas de redescuento o ventanilla de descuento), satisfaciendo las necesidades de los bancos con acceso limitado a créditos en divisas. En tercer lugar, pueden financiar operaciones para evitar que el incremento de tasas de interés internacionales incite un alza pronunciada de las tasas locales. Finalmente, los *swaps* también pueden servir como una operación

de financiamiento “puente” en la espera de la instrumentación de un paquete crediticio multilateral liderado por el FMI”.¹²

En recurso de las formulaciones teóricas de Koremos, Lipson y Snidal [2001] en torno al diseño racional de las instituciones internacionales, se advierte que la red de *swaps* surgida tras la crisis se erigió sobre una lógica diferente a la subyacente en los organismos multilaterales de crédito y demás mecanismos de financiamiento contingente hasta entonces instrumentados. Conforme exponen estos autores, todas las instituciones internacionales -definidas como arreglos explícitos, negociados entre actores internacionales, que prescriben y/o autorizan comportamientos-, pueden ser analizadas en función de las preferencias estratégicas adoptadas por sus promotores en torno a cinco dimensiones específicas: membresía, alcance, centralización, control y flexibilidad [Koremos *et al.*, 2001:763].

En este marco, puede repararse que a diferencia de las instituciones internacionales crediticias multilaterales y/o regionales, los *swaps* revisten una membresía y alcance acotados. De carácter preeminentemente bilateral, los convenios de intercambio de monedas rehúsan toda pretensión universal como así también de avanzar sobre otras materias o asuntos que excedan la cooperación monetaria y financiera. Por otra parte, puede notarse que la red de acuerdos de intercambio de monedas emergente tras la crisis de 2007/2008 ostenta una baja centralización, al hacer descansar toda su estructura y dinámica en la voluntad misma de los participantes, muy particularmente de la FED y del BPCh, quienes operan como los grandes ejes acreedores de la consabida red. Como contracara de ello, el complejo de acuerdos de intercambio de divisas permite un alto control por parte de los actores participantes lo cual es acompañado por un alto componente de flexibilidad.

¹² Traducción propia.

Estos caracteres, resulta imperioso agregar, habilitan canales propicios para que los Estados que actúan como los nudos centrales de la red de *swaps* hagan valer su *statecraft* financiero, entendido como el uso de la capacidad de un actor para direccionar el crédito, las inversiones y las políticas monetarias en el ámbito internacional a los fines de consumir objetivos específicos de su política exterior [Armijo y Katada, 2014]. Según amplían los autores recién referidos, el *statecraft* financiero puede ser instrumentado conforme dos lógicas diferenciadas, a saber: por una parte, un Estado puede desplegar maniobras de *statecraft* financiero en vistas a proteger el *status quo* y la autonomía en su política doméstica; por otra parte, un Estado puede desarrollar acciones de *statecraft* en busca de cambiar el comportamiento de otro -sea por coerción o sea por soborno- o alterar las estructuras y dinámicas económicas y políticas del sistema financiero internacional en su conjunto (lógica ofensiva o de “espada”). Según las teorizaciones de Armijo y Katada [2014], la primera de las lógicas mencionadas puede catalogarse como “defensiva o de escudo”; mientras que la segunda como “ofensiva o de espada”.

Por último, y en consideración de la tipología propuesta por McDowell [2015] sobre el particular, se advierte que la red de *swaps* constituida tras la crisis financiera global reviste una trama densa, al reportar la existencia de vinculaciones múltiples entre un universo expansivo de actores. Este tipo de trama de red se contrapone con aquel otro categorizado como de “trama dispersa” (en el que un solo actor provee financiamiento contingente a otros) y el de “piscina(s) de liquidez” (en el que diversos actores constituyen un fondo de contingencia con posibilidades de ser utilizado por todos). Sin perjuicio de lo antedicho, conviene subrayar que estas vinculaciones cooperativas monetarias surgidas tras la crisis de 2007/2008 no siguen un esquema denso en el que todos los actores se relacionan entre sí, sino otro signado por una bipolaridad no excluyente. Esto es así ya que la negociación y suscripción de un acuerdo de liquidez con un polo de liquidez (la

FED o el BPCh), no implica impedimento o inhibición a hacerlo con otro.

2. Acuerdos internacionales de intercambio de divisas: antecedentes históricos

La identificación de la red de *swaps* como resultante de la crisis global de 2007/2008 no debe conllevar a desconocer el historial cuasi centenario del diseño e implementación de los instrumentos que operan como su base. A tales efectos, se reconoce importante mencionar que, en mayo de 1917, la FED y el Banco de Inglaterra firmaron el primer acuerdo de esta naturaleza mediante el cual se comprometieron a abrir “cuentas espejos” entre sí, nominadas en sus respectivas monedas. Junto a ello, se comprometieron a custodiar mutuamente los libros contables de tales cuentas, lo cual (re)aseguraba la gestión compartida del mecanismo cooperativo. A la firma del acuerdo con la autoridad monetaria inglesa, le siguieron otros semejantes con el Banco de Francia, el Banco de Italia y el Banco de Japón. Como bien repara Potter [2018], la suscripción de estos primeros *swaps* entre bancos centrales se circunscribió en las semanas inmediatas posteriores al ingreso de Estados Unidos (EU) a la Primera Guerra Mundial (1GM). Conforme sus palabras: “las autoridades de la FED ponderaron la utilidad de estrechar relaciones con bancos centrales extranjeros a los fines de facilitar las transacciones derivadas de las necesidades y condiciones de la guerra, incluidos los cobros de las exportaciones estadounidenses, el financiamiento de la deuda pública en tiempos de guerra y las transferencias de oro” [Potter, 2018:1]. En función de ello, “estos primeros acuerdos sirvieron para proyectar el liderazgo global de la Reserva Federal recién constituida y asentar el rol del dólar como moneda de reserva internacional” [Potter, 2018:1]. En refuerzo de tal línea argumental, Einchengreen y Flandreau [2012] reparan que, si bien por entonces EU se había constituido en la economía más grande

del mundo, la posición internacional del dólar distaba de desempeñar un rol de liderazgo. Lo propio podía señalarse respecto a Nueva York como plaza financiera a escala mundial.

Estas primeras experiencias de cooperación entre las autoridades monetarias motorizaron el sistema monetario internacional durante el período bélico, mas fueron paulatinamente desactivadas tras la finalización de la guerra y la agudización de la crisis del patrón oro. Tal como señalan McCauley y Schenk [2020], luego de un letargo sostenido por décadas, los acuerdos de intercambios de moneda cobraron un nuevo auge durante los primeros años de 1960. Al igual que lo acontecido a inicios de siglo, el nuevo contingente de acuerdos fue promovido por la FED. En este contexto, los convenios de cooperación entre las autoridades monetarias fueron movilizados para proteger la estabilidad del dólar -y del patrón dólar-oro, por extensión- en un escenario signado por presiones especulativas [Bordo, Humpage y Schwartz, 2014]. Llegado a este punto, resulta pertinente recordar que desde 1950, EU venía registrando *déficits* en su Balanza de Pagos lo cual implicaba, a la postre, un incremento de reservas en dólares de los países europeos y Japón. La agudización de este fenómeno conllevó a que, en agosto de 1960, el total de dólares en poder de actores alrededor del mundo superara al *stock* de oro de EU. Tal circunstancia, analizada por Triffin (1960), suscitaba sendos desafíos a las capacidades de este país de cumplir con el compromiso de convertir dólares en oro a la razón inalterable de 35 dólares por onza. En rigor, la regla de base del patrón monetario instituido en Bretton Woods.

El primer acuerdo firmado por la FED en este segundo ciclo de *swaps* fue con el Banco Central de Francia en febrero de 1962. A fines de ese año, la FED había suscrito acuerdos de intercambios de divisas con autoridades monetarias de otros ocho países, a saber: Austria, Bélgica, Canadá, Inglaterra, Alemania, Italia, Países Bajos y Suiza. Para 1971, estos convenios alcanzaban a 14 autoridades monetarias. En forma complementaria, la FED firmó

por aquellos años dos líneas de *swaps* con el Banco Internacional de Pagos (*BIS*, por sus siglas en inglés), una nominada en Francos suizos y la otra en monedas europeas en forma alternativa. Según explican Bordo, Humpage y Swchatz [2014], la red de acuerdos de intercambio de monedas labrada por la FED durante los 60 permitió que se descomprimieran, al menos durante los primeros años, las operaciones contra el dólar y, consiguientemente, las presiones sobre las reservas de oro del Tesoro de EU. Esto era así, ya que, mediante estos acuerdos, los bancos centrales que operaban como contrapartes de la FED se garantizaban una operación de cobertura para sus reservas nominadas en dólares, las cuales podrían cambiarse en un período definido a un tipo de cambio conocido y garantizado. En este sentido, y conforme advertía Makin [1971], al eliminar la exposición de los bancos centrales firmantes al riesgo cambiario, los *swaps* mitigaron las urgencias de los mismos por cambiar dólares “no deseados” por oro.

En consideración de los objetivos y del marco teórico-conceptual que sustenta este trabajo, debe señalarse que los anuncios de las firmas de *swaps* y de las sucesivas renovaciones y/o ampliaciones durante la década del sesenta evidenciaron el compromiso de las autoridades monetarias signatarias de los mismos por cooperar en la preservación de los basamentos del orden de Bretton Woods en tanto ponderaban los beneficios del patrón monetario de posguerra. Si bien la FED tenía incentivos significativos en motorizar la firma de los *swaps* -la preservación del “señoreaje” del dólar y el freno a la salida de oro del Tesoro, entre los de mayor peso-, no debe desconocerse que sus contrapartes también tenían los propios. En palabras de Bordo *et al.* [2014:11], “la mera existencia de estos acuerdos hacía más costosas las operaciones de especulación contra las monedas de los países que incurrían en un desequilibrio eventual en su balanza de pagos”.

Por otra parte, y en vinculación con las formulaciones teóricas en torno al diseño racional de las instituciones internacionales, conviene reparar que un año antes del inicio del nuevo ciclo de

